

«Сегодня вы можете привлекать капитал в частном порядке, в больших масштабах... Поэтому причины выходить на биржу, когда компания достигает действительно огромных масштабов, все больше отодвигаются»

Дэвид Соломон, CEO Goldman Sachs



Альтернативные инвестиции в новой инвестиционной реальности

Часть I.

Глобальный рынок:
доходность, риски и особенности активов

Содержание:

- Введение
- Теоретические основы
- Экономическая роль альтернативных инвестиций
- Глобальный рынок альтернативных инвестиций
- Практические выводы для инвесторов

Введение

Альтернативные инвестиции в последние годы стали одним из самых быстрорастущих сегментов глобального финансового рынка. Объем альтернативных активов под управлением увеличился с **9,5 трлн \$ в 2018 году до более 21 трлн \$ по итогам 2025 года** и, по прогнозам, может превысить **29 трлн \$ к 2029 году**¹, демонстрируя устойчивый среднегодовой рост на уровне **10–11%**.

Одной из ключевых причин этого тренда является изменение структуры мировой экономики. Сегодня **более 80% компаний с выручкой свыше 100 млн \$ остаются частными**², а значительная часть роста и создания стоимости происходит до выхода бизнеса на биржу.

На частных рынках формируются лидеры таких направлений, как искусственный интеллект, цифровая инфраструктура, биотехнологии и энергетический переход. В результате **инвесторы, ориентированные исключительно на публичные акции и облигации, нередко получают доступ к этим компаниям уже на более поздних стадиях**.

Дополнительное значение альтернативные инвестиции приобрели в условиях изменившейся макроэкономической среды. Рост инфляции, процентных ставок и рыночной волатильности снизил эффективность классического портфеля **60/40 (акции/облигации)**. По оценкам крупнейших управляющих, таких как BlackRock, если ранее доходность около **7% годовых**² могла быть достигнута в основном за счет публичных рынков и денежных позиций, то сегодня для этого все чаще требуется **включение частных рынков и других альтернативных активов**.

К ключевым сегментам альтернативных инвестиций относятся **частный капитал (Private Equity), частный долг (Private Credit), реальные активы (Real Assets)**, а также **хедж-фонды**.

Отдельную категорию формируют **цифровые активы**, которые относятся к ликвидным альтернативам и обладают более высокой волатильностью. Также встречаются более экзотические примеры: инвестиции в вино, виски, современное искусство, часы, коллекционные автомобили, кроссовки, цифровые коллекции и другое.

Ранее доступ к альтернативным инвестициям был ограничен высокими порогами входа — часто от 250–500 тыс. \$ на одну сделку — и длительными сроками инвестирования. Однако **развитие коллективных структур, таких как закрытые паевые фонды (ЗПИФ) в России или evergreen-фонды (бессрочные фонды частного капитала) и регулируемые форматы в разных зарубежных юрисдикциях, постепенно снижает барьеры входа, делая альтернативы более доступными для частных инвесторов с значительно меньшими чеками**.

Несмотря на это, доля частных лиц в альтернативных фондах по-прежнему составляет лишь **около 16%**, хотя им принадлежит почти **50% мирового финансового капитала**. Это указывает на значительный потенциал дальнейшего роста этого сегмента³.

Цель данного исследования — **в простой и структурированной форме объяснить, что представляют собой альтернативные инвестиции**, какую роль они могут играть в инвестиционном портфеле и какие ключевые тенденции определяют развитие этого рынка в мире сегодня.

¹Источник: [EY, iCapital](#)

²Источник: [BlackRock](#)

³Источник: [Bain & Company](#)

Теоретические основы

В российских и зарубежных источниках **альтернативные активы** (или alternative assets) определяются как категория инвестиционных инструментов, которые **выходят за рамки традиционных рыночных активов** (акции в публичном обращении, облигации, ПИФы и прочие высоколиквидные инструменты) и предоставляют доступ к частному сектору экономики, составляющему **более 80%** мирового хозяйства¹. Им свойственна сравнительно низкая ликвидность, повышенный риск и, следовательно, более высокая доходность по сравнению с классическим портфелем акций и облигаций (рисунок 2).

Классификация альтернативных активов

В структуре альтернативных инвестиций выделяются **частные рынки (Private Markets)**, объем которых сегодня оценивается почти в **20 трлн \$**². К основным категориям частных рынков относятся (рисунок 1):

1. Частный акционерный капитал (Private Equity): предполагает инвестиции в частные компании.

1.1. В зависимости от стадии развития компании выделяют следующие виды PE:

- **Венчурный капитал (Venture Capital, VC):** инвестиции в стартапы, инновации и быстрорастущие компании. Подразумевает владение миноритарным (неконтрольным) пакетом акций и большое количество малых «чеков» в расчете, что один из нескольких проектов окупит все остальные. В среднем за последние 5 лет венчурное финансирование в наибольшей степени концентрируется в **искусственном интеллекте** (~28%), **финтехе** (~16%), **робототехнике** (~5%), **ритейл-технологиях** (~11%) и **цифровом здравоохранении** (~6%), что отражает фокус VC, как правило, на технологиях с понятной траекторией коммерциализации.



Рисунок 1. Структура альтернативных инвестиций (AI) и частных рынков (ЧР)

Подробнее см. Приложение 1.

- **Капитал роста (Growth Equity):** инвестиции в уже состоявшиеся компании, которым необходимы средства для расширения деятельности или выхода на новые рынки.
- **Выкупы (Buyouts):** инвестиции в компании, которые не котируются на бирже для сохранения частного статуса, либо выкуп публичных компаний с целью их делистинга (снятия с биржевых торгов)³. Инвестор получает полный контроль над бизнесом, внедряет операционные изменения и таким образом повышает стоимость компании в течение 5–10 лет для последующей перепродажи. Это **крупнейший сегмент в PE** ввиду зрелости бизнеса, предсказуемости денежных потоков и прозрачности бизнес моделей, возможности синергии через стратегии buy-and-build*, а также концентрации капитала у опытных управляющих, что позволяет

¹Источник: Preqin. ²Источник: JPMorgan Chase. ³Источник: JPMorgan Chase.

* buy-and-build стратегия — модель роста, при которой инвестор приобретает «платформенную» компанию в фрагментированном секторе, а затем осуществляет серию меньших поглощений, чтобы сформировать более крупную и ценную группу компаний.

извлекать прибыль при отсутствии дешевого долгового финансирования¹. В качестве стратегий инвестирования в основном используются LBO (Leveraged Buyouts) — выкупы с использованием заемного капитала. Также могут использоваться механизмы приватизации (Public-to-Private транзакции), выкуп менеджментом (MBO и MBI), аддитивные поглощения меньших комплементарных компаний (Add-on acquisitions) и другие.

1.2. В зависимости от типа продавца выделяют следующие виды фондов PE²:

- **Первичные фонды (Primary Funds):** фонды прямых инвестиций, которые приобретают доли в компаниях непосредственно у этих компаний.
- **Вторичные фонды (Secondary Funds):** покупка уже существующих долей в частных фондах у других инвесторов или самих управляющих.
- **Фонды фондов (Funds of Funds):** инвестирование в портфель, который состоит из долей в других инвестиционных фондах.

2. Частный кредит (Private Credit / Private Debt): прямые займы компаниям, предлагающие **более высокую доходность** по сравнению с публичными долговыми рынками. Частное кредитование включает в себя следующие стратегии:

2.1. Прямое кредитование (Direct lending): предоставление займов компаниям напрямую от небанковских организаций, часто на условиях приоритетного обеспечения конкретными активами компании-эмитента (senior-secured loan) с целью получения стабильного дохода с доходностью, которая обычно **на 2–3% выше**, чем у публичных высокодоходных облигаций³.

2.2. Мезонинное финансирование (Mezzanine debt): гибридный инструмент, который занимает промежуточное место между приоритетным долгом и собственным капиталом, часто включая право на конвертацию в акции. Предоставляет возможность получения

повышенной доходности за счет более высокого риска по сравнению с обычным кредитом и возможности участия в росте стоимости компании.

2.3. Дистрессовый долг (Distressed debt): покупка долговых обязательств компаний, находящихся в состоянии финансового кризиса или банкротства, со значительным дисконтом к их номиналу. Целью является извлечение прибыли при восстановлении платежеспособности компании или в процессе реструктуризации ее активов.

2.4. Кредитование специальных ситуаций (Special situations lending): финансирование компаний в уникальных обстоятельствах, таких как сделки M&A, корпоративные выделения (carve-outs) или экстренные потребности в ликвидности с целью получения высокой доходности путем предоставления гибкого капитала там, где традиционные банки не могут действовать быстро.

3. Реальные активы (Real Assets): вложение средств в физические объекты, которые позволяют снизить инфляционные риски. К ним относятся:

3.1. Недвижимость (Real Estate): приобретение коммерческих и жилых объектов для сдачи в аренду или развития территорий, которое дает возможность получать стабильные денежные потоки и увеличить стоимость капитала за счет дефицита предложения в ключевых регионах.

3.2. Инфраструктура (Infrastructure): включает в себя энергетические сети, коммунальные услуги, возобновляемые источники энергии, дорожную инфраструктуру и другие. Один из самых перспективных классов активов: **впервые в этом столетии капитальные вложения (CapEx) в инфраструктуру превысили амортизацию**, что обусловлено растущим спросом на энергоносители, энергетической безопасностью и энергетическим переходом к возобновляемым источникам энергии (концепция «Трех Э» — The Three Es)⁴. Более того, спрос на инфраструктуру растет из-за необходимости частного финансирования критически важных объектов с целью

¹ Источник: [McKinsey & Company](#).

² Источник: [Банк России](#).

³ Источник: [Preqin](#).

⁴ Источник: [JPMorgan Chase](#).

покрытия **глобального дефицита инфраструктуры**¹. Государства сталкиваются с жесткими бюджетными ограничениями и не могут покрыть все потребности самостоятельно, поэтому частные инвестиции стали решающей силой: активы под управлением инфраструктурных фондов **выросли с 500 млрд \$ в 2016 году до 1,5 трлн \$ в 2024 году**².

3.3. Природные ресурсы (Natural Resources): вложения в лесные угодья (Timberland), сельское хозяйство и другие возобновляемые или невозобновляемые ресурсы для снижения инфляционных рисков и получения дохода **от биологического роста**. Например, рост деревьев позволяет инвесторам получать доход от заготовки и реализации древесины (бревен и пиломатериалов) на рынке, независимо от состояния экономики.

Инвестиции в хедж-фонды (Hedge funds): предполагают стратегии, направленные на генерацию **абсолютной доходности** («альфы») за счет использования рыночной волатильности и дисперсии цен активов. Хедж-фонды включают в себя:

1. Equity Hedge: одновременная покупка недооцененных акций и продажа (шорт) переоцененных бумаг для снижения влияния общего рыночного риска. Позволяет получать доходность за счет правильного выбора конкретных компаний («альфы»), а не за счет движения всего индекса.

2. Global Macro: совершение сделок на основе прогнозов по макроэкономическим показателям, таким как процентные ставки, валютные курсы и геополитические изменения для получения не коррелированной с рынком прибыли за счет использования дисбалансов в политике разных стран.

3. Multi-strategy: объединение нескольких различных инвестиционных стратегий внутри одного фонда для гибкого перераспределения капитала. Целью является снижение волатильности

портфеля и возможность зарабатывать в любых рыночных условиях за счет широкой диверсификации подходов.

4. Event Driven: инвестирование на основе конкретных корпоративных событий, таких как слияния (M&A) или реструктуризации, что позволяет извлекать возможности из изменения стоимости акций, вызванного структурными изменениями внутри компаний.

Прочие альтернативные инвестиции: также к альтернативным относятся **цифровые активы**³, которые выходят за рамки частных рынков (Private Markets) и представляют собой **новый тип ликвидных альтернатив**, доступных широкому кругу инвесторов и **торгуемых публично**. Цифровые активы тесно связаны с экосистемой Web 3.0 и включают в себя:

1. Токены: блокчейн-единицы, способные хранить большие объемы данных (например, детали сделок). Включают в себя **невзаимозаменяемые токены (NFT), токенизированные реальные активы (RWA)**³.

2. Криптовалюты: децентрализованные средства передачи стоимости (например, Bitcoin или Ethereum) внутри цифровых экосистем. Однако курсы криптовалют крайне волатильны и больше подвержены колебаниям во времени по сравнению с индексами фондовых рынков. Например, в исследовании Fidelity говорится о том, что замена 1% акций и облигаций в портфеле биткойнами (BTC) увеличило общую волатильность портфеля на 2,7%⁴.

К прочим альтернативным активам помимо перечисленных относятся вино, виски, предметы современного искусства, часы, коллекционные автомобили, кроссовки, цифровые коллекции и другие⁵.

¹ Источник: [McKinsey & Company](#). ² Источник: [McKinsey & Company](#). ³ Источник: подробнее об этом в исследовании [ЛИРИ о фондах на цифровые активы](#). ⁴ Источник: [Fidelity](#). ⁵ Источник: [Forbes](#), Финансовый университет при Правительстве РФ.

Экономическая роль альтернативных инвестиций

1. Диверсификация портфеля и снижение волатильности. Добавление альтернативных инвестиций в традиционный портфель акций и облигаций могут улучшить соотношение риска и доходности ¹.

Так, **альтернативные инвестиции обладают низкой** или даже отрицательной **корреляцией с традиционным портфелем из акций и облигаций (60/40)**, что помогает снизить общую рыночную волатильность портфеля. Например, в 2022 году обвал фондового рынка США был связан с падением акций пяти крупнейших технологических компаний (Microsoft, Apple, Alphabet и др.), потерявших 43% стоимости. **Фонды выкупа, напротив, оказались устойчивы к падению рынка**, поскольку значительная часть их портфеля приходилась на технологии

программного обеспечения, которые гораздо менее волатильны. В эту долю входили крупные SaaS-предприятия (Software-as-a-service, программное обеспечение как услуга), которые имеют стабильные денежные потоки и предоставляют либо критически важные, либо глубоко встроенные в операционную деятельность компании продукты. Остальная доля портфеля была сосредоточена **в медицинских компаниях**, которые выступают в качестве стабилизирующих портфель активов и устойчивы к экономическим спадам, что обусловлено неэластичностью спроса и жизненной важностью медицинских услуг².

2. Высокая доходность. Ряд альтернативных активов обеспечили более высокую доходность по сравнению с традиционным портфелем 60/40 как в краткосрочном, так и в долгосрочном периоде (рисунок 2).

Согласно данным Blackrock, в 1995 году инвесторы могли достичь целевых показателей доходности благодаря портфелю, включающему в себя ценные бумаги с фиксированным доходом и наличные средства (рисунок 3).

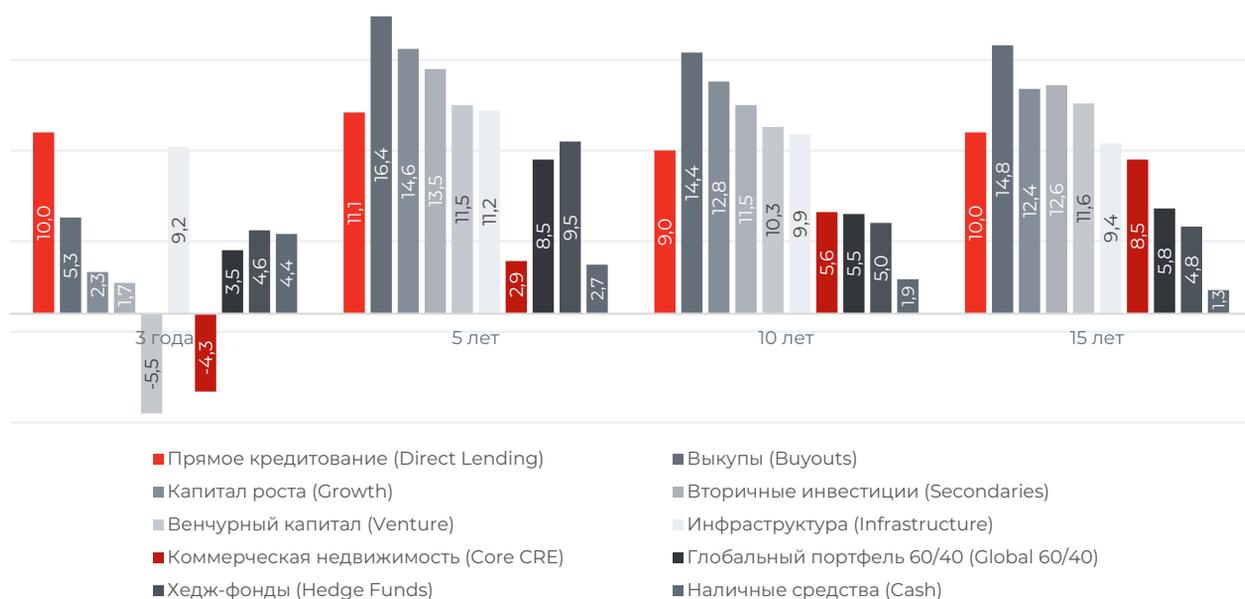


Рисунок 2. Сравнение доходностей альтернативных активов в разбивке по классам и доходности глобального портфеля 60/40* за определенные периоды времени по состоянию на март 2025 года, % в год³

* Глобальный портфель 60/40 включает в себя 60% MSCI ACWI Total Return Index и 40% Bloomberg Global Aggregate Bond Index

¹ Источник: BlackRock.

² Подробнее: Bain & Company.

³ Источник: iCapital.

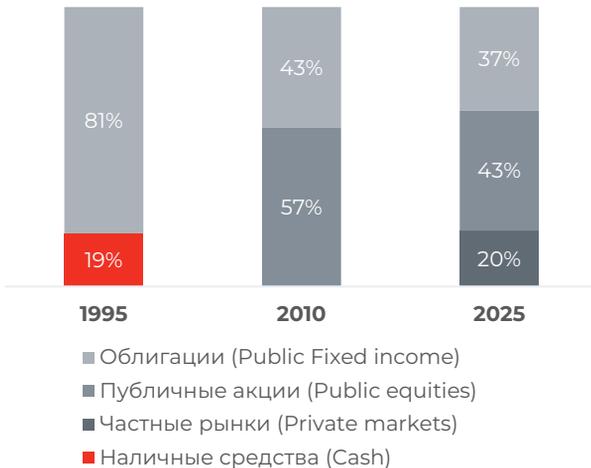


Рисунок 3. Пример распределения портфеля, необходимого для достижения доходности в 7% в текущей рыночной конфигурации по данным Blackrock¹

Однако в 2025 году для достижения тех же целевых показателей доходности в размере 7% требуется аллокация инвестиций на частные рынки.

3. Премия за неликвидность. В отличие от публичных акций, альтернативные активы часто менее ликвидны, однако это компенсируется потенциально более высокой доходностью. Например, инвестору будет сложнее продать бутылку вина 100-летней давности, нежели 500 акций Tesla, Inc. из-за узкого рынка покупателей. Однако премия за неликвидность реализуется не всегда и зависит от момента входа и качества менеджмента.

4. Управление инфляционными рисками. Многие альтернативные активы (например, транспорт, инфраструктура, лесные угодья) позволяют снизить инфляционные риски через долгосрочные контракты с привязкой к индексам цен.

5. Доступ к инновациям и уникальным активам. Частные рынки теперь являются основным местом финансирования инноваций, особенно в таких секторах, как искусственный интеллект (AI) и биотехнологии. Также появляется возможность инвестирования в такие активы, как вино, предметы искусства, кроссовки и прочие эксклюзивные инструменты для сохранения капитала при ограниченной ликвидности.

¹ Источник: [BlackRock](#).

² Источник: [Thinking Ahead Institute](#).

Историческая роль альтернатив в портфелях HNWI и институционалов

Институциональные инвесторы (пенсионные фонды, страховые компании и другие) исторически являются одними из главных участников рынка альтернативных инвестиций из-за долгосрочного и неликвидного характера альтернативных активов, сопоставимых с их долгосрочными обязательствами.

Так, пенсионные фонды наращивали долю альтернатив с 2000-х годов: доля инвестиций пенсионных фондов семи стран (Австралия, Канада, Япония, Нидерланды, Швейцария, Великобритания и США — составляют 91% общего объема пенсионных активов) в альтернативные активы увеличилась с 13% в 2004 году до 20% к концу 2024 года².

Высокосостоятельные частные инвесторы (high-net-worth individuals, HNWI) используют более гибкие подходы и инвестируют напрямую, например, в стартапы, в обмен на долю в капитале или непосредственно в недвижимость (см. корреляцию доли альтернатив в портфеле с возрастом HNWI в Приложении 2). При этом частные инвесторы владеют примерно 50% мирового капитала (275–295 трлн \$), но на них приходится всего 16% вложений в альтернативные фонды (рисунок 1.4).

Стоит заметить, что альтернативные инвестиции в основном приходятся на HNWI и на институциональных инвесторов по следующим причинам:

1. Высокие пороги входа: средний порог входа в одну сделку составляет 250 000 – 500 000 \$. Если следовать рекомендациям WEF и вкладывать не более 3% капитала в одну сделку, инвестору нужно иметь более 8,5 млн \$, чтобы просто начать грамотно распределять риски в альтернативных активах³.

2. Проблема ликвидности: альтернативные активы являются неликвидными, следовательно, вложенные средства «замораживаются» на длительный срок (до 10–15 лет) без возможности их быстрого изъятия.

³ Источник: [WEF](#).

3. Непрозрачность и субъективная оценка:

частные компании не обязаны раскрывать столько данных, сколько публичные (как в ETF), что затрудняет принятие обоснованных решений. Более того, стоимость чистых активов (NAV) часто определяется не рынком, а различными оценщиками на основе их собственных финансовых моделей (mark-to-model), что позволяет на бумаге получать высокую доходность в периоды падения реальных рыночных цен.

4. Сложные метрики: вместо привычной годовой доходности используется IRR (внутренняя норма доходности), которая сильно зависит от времени денежных потоков и может вводить в заблуждение, не отражая реального дохода инвестора.

5. Высокие комиссии: структура вознаграждений в альтернативах (PE, хедж-фонды) базируется на модели «2 и 20», при которой 2% — стандартная комиссия за управление, а 20% — комиссия за результативность, которая берется от прибыли. Помимо основных комиссий, существуют и скрытые расходы: сборы на уровне портфельных компаний, операционные расходы фонда, комиссии платформ и посредников. В сумме эти издержки могут снижать доходность на 7–10% в год¹.

6. Законодательные ограничения:

например, в США для доступа к инвестированию в альтернативные активы необходимо иметь статус аккредитованного инвестора, регламентированный SEC: для этого необходимо подтвердить годовой доход от 200 тыс. \$ или размер активов от 1 млн \$². В России статус квалифицированного инвестора предоставляет возможность инвестировать в закрытые паевые инвестиционные фонды, включая стартапы и венчурные проекты. ЦБ устанавливает определенные требования для получения статуса квалифицированного инвестора: размер активов с 01.01.2026 не менее 24 млн рублей, средний доход за последние 2 года не менее 20 млн рублей в год³.

Однако **развитие коллективных инструментов** (evergreen funds и ELTIF с квартальным или полугодовым погашением паев, на развитых рынках, розничных ЗПИФах недвижимости или pre-IPO-фонды для квалифицированных инвесторов в России⁵) и рост их популярности среди инвесторов **позволяют значительно снизить порог входа в альтернативные активы**, например, от 10 тыс. \$ в диверсифицированные фонды, состоящие из десятков активов в портфеле.



Рисунок 4. Структура инвестиционных портфелей по типам инвесторов в 2022 году, в %⁴

* Включают в себя инвестиционные банки и группы инвесторов (частные инвестиции, недвижимость, хедж-фонды, инфраструктура и т. д.)

¹ Источник: SSRN.

² Источник: Nasdaq

³ Источник: Банк России.

⁴ Источник: Bain & Company.

⁵ Источник: theAsset, РБК.

Глобальный рынок альтернативных инвестиций

Совокупный объем альтернативных активов под управлением (AUM) вырос с 12,5 трлн \$ в конце 2020 года до **21 трлн \$ по итогам 2025 года** (CAGR ~11%). Ожидается, что рынок продолжит расширяться и достигнет **29,2 трлн \$ к 2029 году** (рисунок 5 и 6)¹.

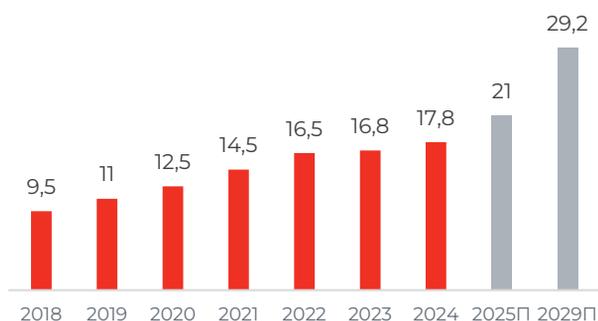


Рисунок 5. Динамика объема глобальных альтернативных активов в управлении, факт и прогноз, трлн \$.

Учтены категории Рисунок 1 без категории «прочие», 2024 — iCapital, 2025–2029 — данные Preqin

Наиболее высокие среднегодовые темпы роста до 2029 года прогнозируются для частного капитала (Private Equity) — 12,8%, венчурного капитала — 11,7% и инфраструктуры — 10,8%.¹

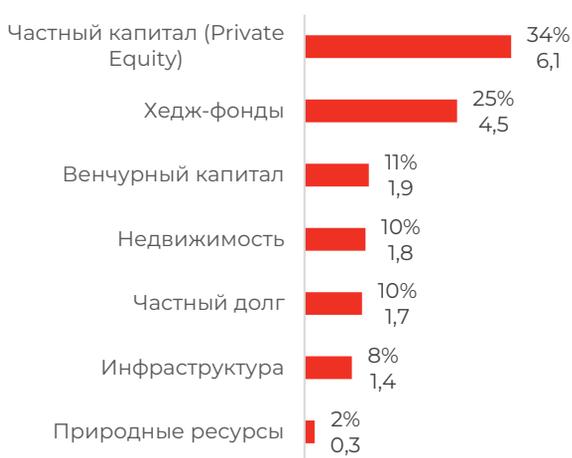


Рисунок 6. Распределение объема альтернативных инвестиций по классам активов в 2024 году, трлн \$; доля в объеме альтернативных инвестиций

Фонды прямых и венчурных инвестиций выигрывают за счет вложений в компании до выхода на публичные рынки и роста эффективности бизнеса, а инфраструктура привлекает более стабильными долгосрочными денежными потоками и поддержкой крупных программ модернизации экономики.

Северная Америка

По оценкам ЛИРИ, абсолютные значения активов под управлением альтернативных инвестиций в Северной Америке составляют **~10,9 трлн \$**.

Активы под управлением в сегменте частных рынков в Северной Америке составляют около **8 трлн \$** (включая фонды прямых инвестиций, частное долговое финансирование, недвижимость и инфраструктурные инвестиции), что составляет **57%** глобального частного рынка². Если учитывать и хедж-фонды, то общий объем альтернативных активов в управлении в Северной Америке превышает 60% доли мирового рынка³.

Для американских управляющих приоритетом номер один на ближайшие три года является **доступ к капиталу состоятельных частных лиц (UHNW/HNW)**¹. Индустрия рассматривает капитал физических лиц как «новый фронт» на фоне насыщения институциональных клиентов. В то время как индивидуальные инвесторы владеют примерно **50%** мировых активов под управлением, в альтернативных фондах их доля составляет всего **16%**, что открывает колоссальный потенциал⁴.

Европа

Общий объем активов под управлением в Европе (включая традиционные активы) **в 2024 году** достиг рекордных 34,3 трлн \$. Доля альтернативных инвестиций в этом портфеле составляет 21,9%, или 7,5 трлн \$⁵. Однако в связи с расхождением методологии расчета оценки рынка альтернатив на базе Preqin существенно ниже данных EFAMA. Preqin отражает инвестиционные структуры на базе фондов, тогда как EFAMA учитывает

¹ Источник: EY, iCapital.

² Источник: Preqin.

³ Источник: iCapital.

⁴ Источник: Preqin.

⁵ Источник: EFAMA.

более широкую вселенную альтернативных активов под управлением, включая discretionary mandates (дискреционные мандаты), segregated accounts (отдельные/сегрегированные счета) и liquid alternatives (ликвидные альтернативные стратегии) в Европе. Поэтому по методологии Preqin, преимущественно используемой в данном исследовании, активы под управлением альтернативных инвестиций в Европе в **2024 году** оцениваются на уровне **3,5 трлн \$**.

В то время как темпы роста AUM в Европе могут быть ниже, чем в Северной Америке, регион демонстрирует более низкий уровень риска AUM с более высокой долей частного долга (15,3% общего объема частных рынков в Европе) и инфраструктуры (18,9%) по сравнению с 12,4% и 7,5% в Северной Америке соответственно (по итогам 2023 года).

Институциональные инвесторы являются основными держателями альтернативных активов: на их долю приходится 68,4% всех активов, управляемых европейскими компаниями. Из них 21,4% приходится на пенсионные фонды, еще 21,4% — на страховые компании и 20,3% — на прочие институты¹.

Азиатско-Тихоокеанский регион

Доля альтернативных инвестиций АТР составляет значительную, но меньшую часть глобальных активов под управлением по сравнению с Северной Америкой и Европой — порядка **~18%**².

В сегменте альтернативных инвестиций АТР выделяются три позитивных тренда: быстрый рост частного долга (distressed, mezzanine, venture debt и direct lending) с ожиданием более высокой доходности по сравнению с глобальным рынком; возрождение private equity в Японии на фоне слабой иены и низких ставок; а также Индия как ключевой рынок с двукратным ростом AUM частных рынков за пять лет и сильным притоком в private debt и ранние стадии VC³.

Глобальные тренды рынка альтернативных инвестиций

1. Инфраструктура является наиболее востребованным классом активов на ближайшие три года: **50% инвесторов планируют увеличить свою долю** в этом сегменте, согласно опросу EY⁴. Крупные инвесторы умеренно увеличивают свои инфраструктурные аллокации, причем около 31% ограниченных партнеров (LP) намерены также увеличить долю инфраструктуры в своих портфелях, а инфраструктурные активы под управлением вырастут до **~1,5 трлн+ \$** (рисунок 7)².

Рост поддерживается энергетическим переходом и спросом на дата-центры для ИИ. **Энергопотребление дата-центров существенно увеличивается**, и дата-центры уже являются одним из основных драйверов роста энергии в США⁵. **Потребление электроэнергии дата-центрами в США выросло** с ~58 млрд кВт·ч в 2014 году до ~183 млрд кВт·ч в 2024 году — это **рост более чем на 200% за десятилетие**. В результате в 2024 году дата-центры потребляли примерно **4% всей электроэнергии США**⁶.



Рисунок 7. Динамика объема активов под управлением в инфраструктурных активах, трлн \$⁵

¹ Источник: EFAMA, данные Preqin.

² Источник: iCapital.

³ Источник: Preqin.

⁴ Источник: EY.

⁵ Источник: J.P.Morgan.

⁶ Источник: U.S. DOE, Pew Research Center.

Рост сектора обусловлен тремя факторами: растущим спросом на энергию (Energy demand), потребностью в энергетической безопасности (Energy security) и энергетическим переходом (Energy transition)¹.

2. Консолидация отрасли и «эффект снежного кома»

10 крупнейших фондов прямых инвестиций в США в 2024 году привлекли более **35% всего капитала, в 2025 году — 48%**² (тогда как в 2014 году на них приходилось 19% всего привлеченного капитала)³.

Крупные компании активно поглощают нишевых игроков для получения доступа к новым стратегиям (например, к частному кредитованию) или новым каналам распределения (ритейл). По данным EFAMA, ожидается, что к 2029 году общее количество активных компаний может сократиться на 20%⁴.

3. Вторичные рынки и ликвидность

Средний срок удержания компаний в портфеле вырос выше исторических уровней: типичная PE-компания удерживается более **6,6 года** по состоянию на 2025 год (выше долгосрочного среднего в 6,1 года, наблюдавшейся в период с 2011 по 2020 год)⁵.

Увеличение срока удержания компании в портфеле, в свою очередь, приводит к замедлению выплат из традиционных фондов (exit backlog), увеличивая стратегическую значимость вторичных рынков, которые обеспечивают ликвидность, сокращают время ожидания дохода и позволяют гибко управлять портфелем.

Мировой объем вторичных сделок в 2024 году составил 160 млрд \$ и, по прогнозам, превысит 200 млрд \$ в 2025 году, что отражает прямое влияние этих макротрендов¹.

Глобальные тенденции рынка альтернативных инвестиций

1. Устойчивый рост объемов хедж-фондов

Хедж-фонды зафиксировали крупнейший в своей истории прирост активов в 2025 году (на **0,6 трлн \$**, включая как доходность по уже размещенным активам, так и приток нового капитала) и стремятся сократить экспозицию к акциям на фоне опасений формирования пузыря. По итогам **2025 года** совокупные активы под управление хедж-фондов составили **5,2 трлн \$** (рисунок 8).

Согласно индексу HFR, отслеживающему глобальную индустрию хедж-фондов, доходность сектора в прошлом году составила **12,8%**, что стало лучшим результатом с **2009 года**⁶.



Рисунок 8. Динамика активов под управлением (AUM) хедж-фондов по стратегиям, трлн \$⁷.

2. Демократизация и привлечение капитала на частных рынках

Одной из самых ярких тенденций является смещение фокуса на индивидуальных и розничных инвесторов.

Если раньше рынок зависел от институциональных инвесторов, то теперь сегменты состоятельных лиц (HNWI) и массового ретейла рассматриваются как новый фронт роста. Ожидается, что инвестиции частных лиц в альтернативы будут расти на **12% ежегодно**⁸.

¹ Источник: J.P.Morgan. ² Источник: EY. ³ Источник: Financial Times. ⁴ Источник: EFAMA. ⁵ Источник: McKinsey.

⁶ Источник: Financial Times. ⁷ Источник: iCapital HFR. ⁸ Источник: Preqin.

В Европе ключевым драйвером повышения доступности стала регуляторная реформа — **European Long-Term Investment Fund (ELTIF) 2.0**. ELTIF 2.0 расширил розничный доступ к private markets через гибкие структуры, низкие пороги входа и более гибкие механизмы выхода по сравнению с традиционными закрытыми фондами¹.

В США доступ розничных инвесторов к частным рынкам также расширяется, но **через иные механизмы**²:

1. Интеграцию частных активов в пенсионные или накопительные планы (401 k и DC plans). Включение частных активов в такие планы по расчетам Blackrock может повысить итоговые сбережения участников на 15% за 40 лет за счет более высокой доходности.

2. Появление структур, таких как коллективные трасты и таргетированные фонды с частными рынками, снизило барьеры входа, повысило ликвидность и позволило розничным инвесторам участвовать в альтернативных стратегиях при соблюдении стандартов ERISA.

Источники доходности и риска глобального рынка альтернативных инвестиций

Ожидаемая доходность альтернативных инвестиций существенно различается по классам активов и стадиям, классы активов также по-разному реагируют на экономические кризисы (таблица 1).

Private Equity исторически опережает публичные рынки примерно на 500 б.п. ежегодно. В развитых странах ожидаемая доходность PE в среднем оценивается на диапазоне 13-14% годовых на длинных горизонтах⁴.

В последние годы сектор частного капитала заметно изменился. Ранее значительная часть доходности формировалась за счет «финансового инжиниринга»: фонды активно использовали дешевый заемный капитал для финансирования сделок, увеличивая долю долга в структуре покупки. Низкие процентные ставки позволяли обслуживать этот долг с минимальными затратами, а рост стоимости активов и последующее рефинансирование создавали эффект усиления доходности⁴.

Класс активов	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Выкупные фонды (Buyout, PE)	13,1	21,2	11,3	16,2	21,2	39	0,5	8,1	7,7
Фонды роста (Growth Equity)	5,2	20,9	14,3	17,3	29,5	36,3	-8,1	4,9	8,7
Венчурный капитал (Venture Capital)	0,2	10,8	12,7	16,9	35,7	48	-15,4	-6,3	1,2
Вторичный рынок PE (Secondaries)	4,5	17,4	13,4	9,5	12,4	54,1	-3,2	4,7	2,8
Прямое кредитование (Direct Lending)	11,2	8,6	8,1	9	5,5	12,8	6,3	12,1	11,3
Инфраструктура (Infrastructure)	9,2	12,8	7,5	9,7	3,9	16,1	13,7	7,3	9,4
Коммерческая недвижимость (Core CRE)	8,8	7,6	8,3	5,3	1,2	22,2	7,5	-12,1	-1,4
Хедж-фонды (Hedge Funds)	5,4	8,6	-4,7	10,4	11,8	10,2	-4,1	8,1	9,8
Глобальный портфель 60/40	5,6	17,3	-6,1	18,7	13,4	9,2	-17,5	15,6	9,8
Денежные средства (Cash)	0,3	0,8	1,9	2,3	0,6	0	1,5	5,3	5,4

Таблица 1. Годовая доходность по классам активов, %³

¹ Источник: [McKinsey](#).

² Источник: [BlackRock](#).

³ Источник: [iCapital](#).

⁴ Источник: [J.P.Morgan, Bain](#)

Кроме того, доступное кредитование позволяло выплачивать дивиденды за счет привлеченного долга и ускорять возврат средств инвесторам еще до выхода из актива.

Сегодня, в условиях более высокой стоимости финансирования и ужесточения кредитных рынков, такой подход стал менее эффективным, поэтому **основная ценность все чаще создается через операционную альфу** — рост выручки, повышение маржинальности, цифровизацию, оптимизацию затрат и стратегическое развитие компаний, а не через финансовый рычаг.

То есть доходность от инвестиций определяется не столько структурой финансирования, сколько реальными улучшениями в бизнесе портфельных компаний.

Типичный объем инвестиций также варьируется в зависимости от стадии развития компании. На стадии роста проект может требовать от 1 до 5 млн \$, тогда как зрелые компании могут привлекать до 200 млн \$¹.

При этом исторические данные показывают устойчивое превосходство PE над публичными рынками: при ряде допущений 1 доллар, инвестированный в частный капитал в 2015 году, к 2024 году вырос бы до 3,96 доллара, тогда как аналогичный рост при вложениях в S&P 500 составил бы лишь 3,51 доллара².

Риски также различаются в зависимости от класса активов:

1. Частный капитал (Private Equity) и Венчурный капитал (VC)

- Это долгосрочные инвестиции (от 10 лет), характеризующиеся невозможностью быстрого вывода капитала (создающие **риск ликвидности**)².
- Отсутствие регулярной рыночной цены на непубличные активы создает **риск «раздутых» оценок** на балансах³.
- Замедление темпов реализации активов ведет к **снижению реальных выплат инвесторам**, которые в 2025 году достигли исторического минимума в 6% активов под управлением³.

- Около 40% всего частного финансирования технологий в 2025 году пришлось всего на 10 компаний, что создает системный риск в случае их неудачи⁴.

2. Частное кредитование (Private Credit)²

- Рост числа займов с выплатой процентов в натуральной форме (payment-in-kind), добавленных после выдачи кредита из-за финансового ухудшения состояния заемщика, является **сигналом скрытых дефолтов**.
- При снижении процентных ставок управляющим становится сложно размещать возвращающийся капитал с прежней высокой доходностью — **риск реинвестирования**.

3. Коммерческая недвижимость (Real Estate)²

- Активы низкого качества (старые офисы) сталкиваются с риском **высокой вакантности и огромных затрат на модернизацию (Capex)**.
- В США около 1,6 трлн \$ долга в сфере недвижимости подлежит погашению в ближайшие два года, что **может спровоцировать волну дефолтов при текущих ставках**.
- Стоимость объектов сильно зависит от субъективного мнения оценщика и может резко упасть в условиях экономического спада.

4. Хедж-фонды²

- Использование заемных средств может привести к стремительному **принудительному закрытию позиций (deleveraging) и масштабным убыткам**.
- Когда слишком много фондов преследуют одни и те же стратегии, доходность падает, а **риск синхронных убытков** растет.
- В этом классе наблюдается самый большой **разброс результатов между лучшими и худшими менеджерами**.

5. Инфраструктура и реальные активы²

- Доходность проектов может пострадать от отмены государственных субсидий (например, на «зеленую» энергетику) или введения новых тарифов.
- Сильно **зависят от кредитоспособности контрагента** (арендатора), волатильности цен на топливо и объемов мировой торговли.

¹ Источник: Банк России.

² Источник: Moonfare.

³ Источник: McKinsey.

⁴ Источник: J.P.Morgan.

Практические выводы для инвесторов

- **Частные рынки демонстрируют устойчивое превосходство по доходности.**
Выкупные фонды на длинных горизонтах исторически опережали публичные рынки до **500 б.п. в год**, при ожидаемой доходности всего рынка Private Equity около **13-14% годовых** в развитых странах. Однако разброс результатов между фондами может значительно колебаться.
- **Источники доходности смещаются от финансового рычага к операционной альфе.**
В условиях роста стоимости заимствований классический финансовый инжиниринг (LBO с высоким leverage) утратил эффективность. Основная ценность в PE сегодня создается через **рост выручки, цифровизацию, оптимизацию затрат и стратегическое развитие портфельных компаний**, а не за счет структуры финансирования.
- **Неликвидность остается ключевым фактором, но не гарантией доходности.**
Премия за неликвидность реализуется не всегда и зависит от момента входа, качества менеджмента и стадии бизнес-цикла. Увеличение среднего срока владения активами (более **6,6 года** в PE) и замедление числа выходов из активов усиливают роль вторичных рынков и гибких структур.
- **Инфраструктура и частный долг могут повышать устойчивость портфеля.**
Инфраструктурные активы могут демонстрировать устойчивый рост за счет энергетического перехода, роста числа дата-центров и спроса на долгосрочные денежные потоки, а

- частный долг может предоставить потенциальную премию к публичным долговым рынкам на уровне 2-3%, но при более высоких кредитных рисках.
- **Сохраняется разрыв между капиталом частных инвесторов и их участием в альтернативных активах.**
При владении около **50% мирового капитала** частные инвесторы формируют лишь **~16% вложений в альтернативные фонды**, несмотря на постепенное снижение порогов входа.

Ключевые принципы работы с альтернативными активами для инвесторов

Рассматривать альтернативные активы как долгосрочную инвестицию (7-10+ лет) с учетом ограниченной ликвидности.

1. **Диверсифицировать вложения внутри альтернатив** (PE, private credit, инфраструктура, хедж-фонды), а не концентрироваться в одном сегменте.
2. **Фокусироваться на качестве управляющего и структуре комиссий**, учитывая совокупные издержки.
3. **Использовать коллективные инструменты** для снижения порога входа и потенциального ускорения возврата капитала.
4. **Ограничивать долю высоковолатильных ликвидных альтернатив**, учитывая их влияние на волатильность портфеля.

ПРИЛОЖЕНИЕ 1

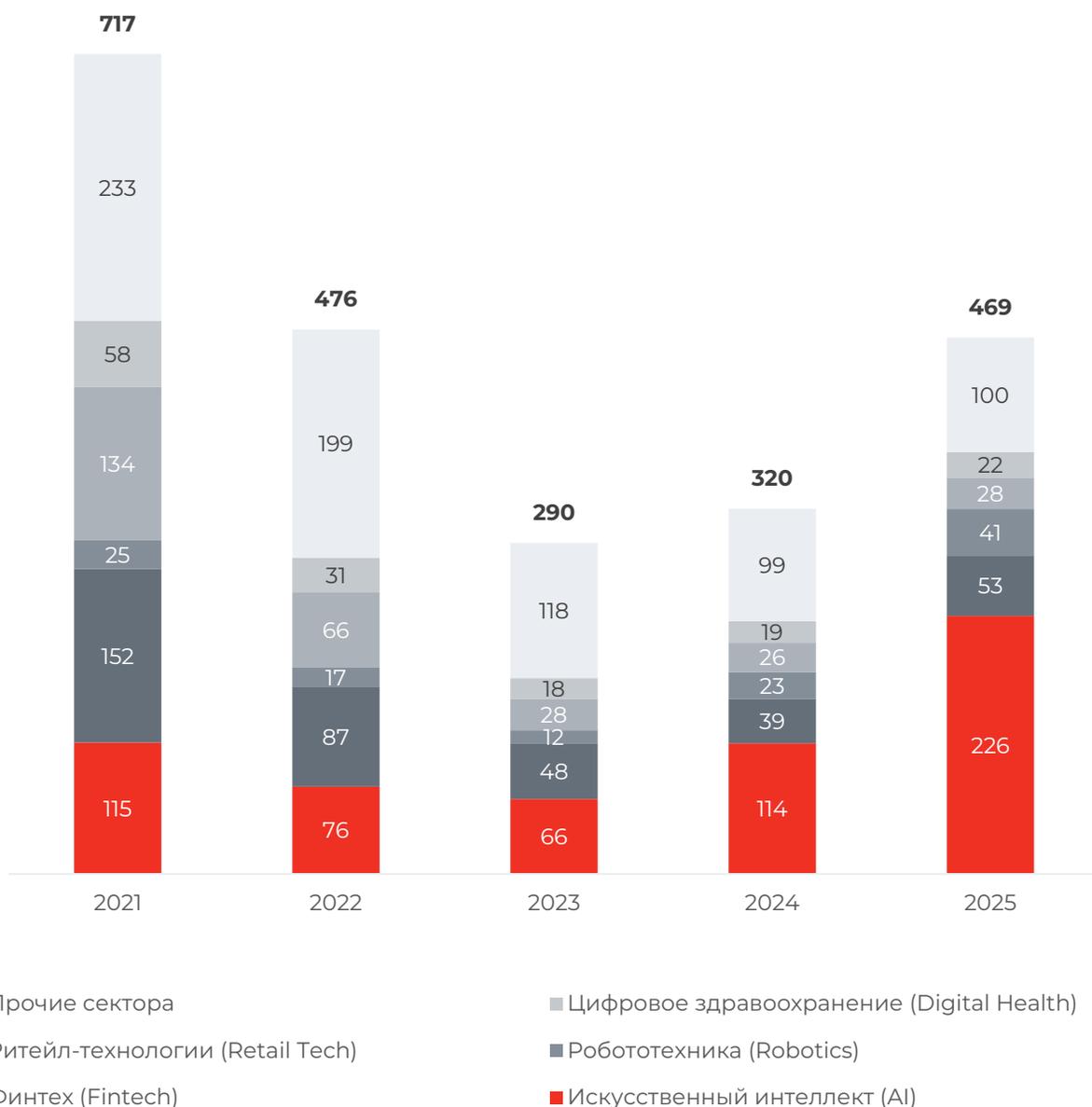


Рисунок 9. Объемы венчурного финансирования в мире в разбивке по секторам за 2021-2025 гг., млрд \$¹.

По итогам 2025 года общий объем венчурного финансирования составил 469 млрд \$, что является рекордом с 2022 года. При этом на сектор искусственного интеллекта пришлось 48% от всего объема мирового венчурного финансирования. Компании в сфере ИИ привлекли 226 млрд \$, лидерами из которых стали OpenAI (привлекла 41 млрд \$ за год) и Anthropic (32,5 млрд \$). Крупнейшими по объему привлеченного венчурного финансирования также стали компании в сфере финансовых технологий - 52,7 млрд \$ (11%), а также компании робототехнического сектора - 40,7 млрд \$ (9%).

В среднем за последние 5 лет венчурное финансирование в наибольшей степени концентрируется в искусственном интеллекте (~28%), финтехе (~16%), робототехнике (~5%), ритейл-технологиях (~11%) и цифровом здравоохранении (~6%), что отражает фокус VC как правило на технологиях с понятной траекторией коммерциализации.

¹Источник: CB Insights

ПРИЛОЖЕНИЕ 2

Корреляция доли альтернатив в портфеле с возрастом HNWI

Норвегия

Доля альтернативных инвестиций в портфеле HNWI может зависеть от возраста инвесторов. Например, в Норвегии у большинства домохозяйств в любом возрасте около 90% активов приходится на жилую недвижимость, а остальные 10% — на финансовые активы, из которых рисковые (акции публичных компаний и частные инвестиции) составляют лишь 1% совокупного капитала. С возрастом эта структура почти не меняется, объем альтернатив в портфеле остается минимальным¹.

У топ-0,1% самых состоятельных домохозяйств Норвегии уже с молодости более 90% активов - финансовые, из которых частные инвестиции (акционерный капитал компаний) занимают от 70% до 90% на протяжении всей жизни, а доля недвижимости составляет менее 10%.

Для группы домохозяйств «новых денег» (пробились в топ-0,1% самостоятельно за счет высоких трудовых доходов) динамика выражена наиболее ярко: в 20-30 лет в портфеле доминирует жилая недвижимость, но уже к 25-35 годам такие домохозяйства резко наращивают долю рискованных альтернатив (быстрорастущие частные компании, стартапы), достигая 15% годовой доходности, и к 40-50 годам альтернативы становятся основной частью капитала.

У группы домохозяйств «старых денег» (наследуют значительное состояние и увеличивают его за счет сбережений) доля альтернатив высока с юности и стабильно доминирует без резких сдвигов.

Получается, что для большинства инвесторов возраст не меняет привязанности к недвижимости. Однако для будущих сверхсостоятельных

период с 25 до 40 лет является этапом активного перераспределения портфеля в сторону альтернативных (частных) инвестиций для накопления капитала за счет повышенной доходности. После 40 лет темпы накопления замедляются, и фокус смещается в сторону устойчивого управления зрелым бизнесом и планирования преемственности.

США

В США по результатам опроса 1000 HNWI миллениалы демонстрируют самый высокий уровень участия в альтернативных инвестициях по сравнению со всеми остальными группами: они направляют в альтернативы 20% своего портфеля. При этом у них самая низкая доля в публичных акциях - всего 27% (против среднего показателя в 43% по всем группам) (рисунок 10).

Исследование Goldman Sachs выделяет несколько ключевых причин такого поведения «нового поколения альтернативных инвесторов»:

- 1. Восприятие риска:** миллениалы считают публичный рынок акций более рискованным, чем старшие поколения.
- 2. Поиск инноваций:** для них альтернативы - это в первую очередь доступ к инновациям и уникальным возможностям, в то время как бумеры и поколение X используют их в основном для диверсификации.
- 3. Доступ к росту:** 54% миллениалов считают, что альтернативные инвестиции — это лучший способ инвестировать в быстрорастущие отрасли, так как компании сейчас дольше остаются частными и не выходят на биржу на ранних этапах.
- 4. Знание инструментов:** почти все опрошенные миллениалы (96%) заявили, что знакомы с альтернативными активами, в то время как среди бумеров этот показатель составляет всего 29%.

¹ Источник: [Hubmer et al. \(2025\)](#)

ПРИЛОЖЕНИЕ 2

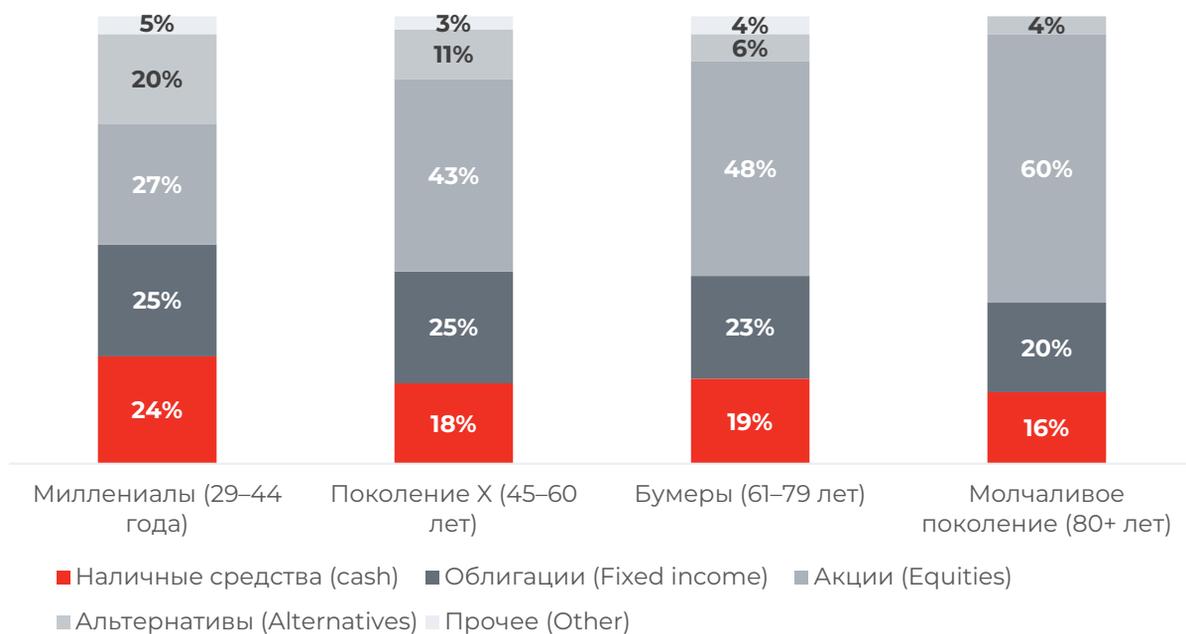


Рисунок 10. Распределение активов в зависимости от поколения, %¹.

¹Источник: [Goldman Sachs](#)

Команда исследования

Лаборатория исследований рынка инвестиций (ЛИРИ)



Владислав Кожевин

Руководитель ЛИРИ



Елизавета Киргизова

Аналитик по стратегическим
исследованиям



Сарюна Мыдыкова

Аналитик по стратегическим
исследованиям



Елизавета Подгорная

Аналитик по стратегическим
исследованиям



Даниил Асяев

Аналитик по стратегическим
исследованиям

Обязательная информация

Общество с ограниченной ответственностью «Управляющая компания «Альфа-Капитал». Лицензия ФСФР № 21-000-1-00028 от 22.09.1998. Лицензия ФСФР № 077-08158-001000 от 30.11.2004. Информация, содержащаяся в данном информационно-аналитическом материале (далее Материал), не имеет целью рекламу, размещение или публичное предложение любых ценных бумаг, продуктов или услуг. Представленные в Материале мнения учитывают ситуацию на дату предоставления информации. УК «Альфа-Капитал» не утверждает, что приведенная в Материале информация или мнения верны или приведены полностью. Указанная информация не является исчерпывающей и подготовлена только в информационных и образовательных целях, носит исключительно ознакомительный характер и может быть изменена УК «Альфа-Капитал» в любое время без предварительного уведомления. ООО УК «Альфа-Капитал» не рекомендует использовать Материал в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения и не дает гарантий или заверений в отношении финансовых результатов, полученных на основании использования указанной информации. Материал не является призывом к отказу от приобретения услуг/продуктов иных финансовых организаций, банков и прочих организаций и учреждений и не преследует цели формирования негативной деловой репутации иных финансовых организаций, банков и прочих организаций и учреждений и их продуктов. Любые оценки и/или сведения, касающиеся деятельности иных финансовых организаций, банков и прочих организаций и учреждений, выражают субъективную оценку ситуации в соответствии с информацией, легально полученной и доступной на дату подготовки настоящего сообщения. Подробную информацию о деятельности ООО УК «Альфа-Капитал» вы можете получить по адресу: 123001, Москва, ул. Садовая-Кудринская, д. 32, стр. 1, телефоны 783 4 783, 8 (800) 200 28 28, а также на сайте ООО УК «Альфа-Капитал» www.alfacapital.ru. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией и побуждением к приобретению определенных ценных бумаг и заключению определенных договоров, в том числе являющихся производными финансовыми инструментами.

Инвестирование в иностранные ценные бумаги и производные финансовые инструменты, базовые активы которых имеют иностранное происхождение, связано с высокой степенью рисков и не подразумевает каких-либо гарантий как по возврату основной инвестированной суммы, так и по получению каких-либо доходов. Возможности судебной защиты прав на иностранные активы могут быть существенно ограничены, существуют риски изменения регулятивных подходов к владению и операциям, а также к учету прав на иностранные финансовые инструменты, в том числе иностранными финансовыми институтами, в результате чего может возникнуть необходимость по их отчуждению вопреки планам или ограничение возможности распоряжения ими.